

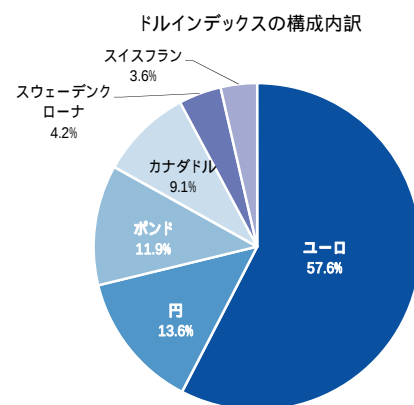
みずほマーケット・トピック(2018年11月13日)

四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～

現在のユーロ圏は政治・経済面に照らして四面楚歌とも言える状況。直感的に思いつくだけでも、域内経済の減速への不安、新年度予算編成を巡るイタリア政局不安、ブレグジット交渉を巡る不安、ポスト・メルケル時代を目前にしたドイツ政局不安、対米貿易摩擦を巡る不安といった5つの不安に覆われており、その上でこうした不安を顧みないECBの正常化という6つ目の不安もある。とりわけ最近では顕著であり、ソフト・ハードの両データから域内経済の失速が鮮明化している。ユーロ相場に関しては、～のような域内政治リスクが与える影響について尋ねられることが多いが、目下注目されるやなどは合理的に予想できる範疇を超えており、回答に窮する。それよりも「そもそも実体経済に難があるからユーロが買われていない」というストレートな理解が今少し浸透しても良いように思われる。このような現状をECBがどのように受け止め、政策運営に反映するかが目先で最も重要な論点と考える。

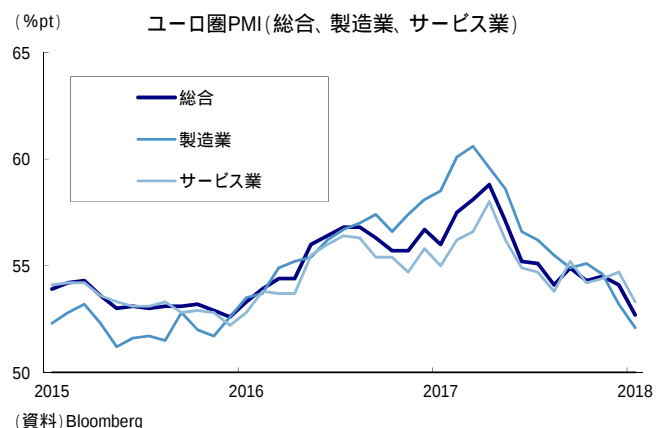
～ユーロ圏を取り巻く「5つの不安」～

昨日の金融市場では米株価が急落する展開。ハイテク株を中心に先行き不安が意識された結果との解説が目立つが、マクロ的に見れば一時は盛り上がった英国のEU離脱(ブレグジット)交渉の進展がやはり遠のき、その上でユーロ圏ではイタリアと欧州委員会の対立も着地点が見えない状況が報じられており、欧州発のリスクオフに見えなくも無い。ユーロ相場が大きく値を下げる中でドルインデックスは2017年6月23日以来の高値をつけている。現状、ユーロ相場の下落はインデックス上のウェイト(図)をストレートに反映する格好でドルの押し上げに効いており、これが主要通貨の流れを規定している感がある。



(資料)ICE Futures U.S.

客観的に見れば、現在のユーロ圏は政治・経済面に照らして四面楚歌とも言える状況にある。直感的に思いつくだけでも、①域内経済の減速への不安、②新年度予算編成を巡るイタリア政局不安、③ブレグジット交渉を巡る不安、④ポスト・メルケル時代を目前にしたドイツ政局不安、⑤対米貿易摩擦を巡る不安といった5つの不安に覆われており、これがユーロ相場を始め市場のセンチメントを毀損して

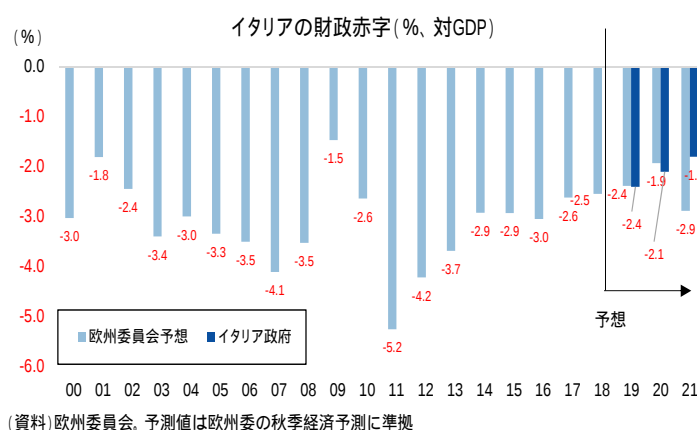


いるように思える。①については、先週の本欄¹で議論した通りだが、最近のユーロ圏経済の冷え込みは著しいものがある。例えば製造業 PMI は今年 1 月に 59.6 だったものが 10 月には 52.1 へ、欧州委員会発表の景況感指数も同期間に 114.9 から 109.8 へ急低下している。今のユーロ圏経済を象徴する計数と言える(前頁図)。ちなみに現在話題となっているイタリアの PMI に関して言えば、10 月、2014 年 12 月以来の 50 割れを記録している。統計上は景気の縮小を示唆する局面へ突入したことになる。こうした減速感 PMIs のようなソフトデータのみならず GDP を筆頭とするハードデータにも現れており、実質 GDP 成長率は昨年 10～12 月期から今年 7～9 月期までの間に前期比で「+0.7%→+0.4%→+0.5%→+0.2%」とはっきりと減速傾向を示している(ちなみにイタリアの 7～9 月期はゼロ%成長だった)。ユーロ相場の上値が重い理由として、「そもそも実体経済に難があるから通貨が買われていない」というストレートな理解は今少し浸透しても良いだろう。

巷ではそうした「ストレートな理解」よりも人目を引きやすい②～④のような政治リスクがユーロ相場に与える影響について尋ねられることが多い。もちろん、ユーロ建て資産への投資は常に固有の政治リスクと背中合わせだが、もはやイタリア政府と欧州委員会および英政府と欧州委員会の軋轢の先行きなど合理的に予想できる範疇を超えており、回答に窮すると言わざるを得ない。

～イタリア政府の強行突破というリスク～

政治リスクの中で最も近い将来に帰趨がはっきりしそうな②に関して解説を敢えて加えておくと、先週 8 日に発表した秋季経済見通しで欧州委員会はイタリアの財政赤字(対 GDP 比率)が 2019 年に▲2.9%、2020 年に▲3.1%と、安定成長協定(SGP)が定める 3%未満の基準を破るとの予想を示した。だが、これはイタリア政府が提出済みの 2019 年度予算案における見通し(2019 年▲



2.4%、2020 年▲2.1%、2021 年▲1.8%)とかなり乖離がある。3%未満という「水準」ばかりか、常に赤字が縮小していくという「方向感」の見通しまでずれているのだから、両者の溝は相当に深いものと見受けられる。なお、欧州委員会が均衡を求めている構造的財政収支(景気循環など一時的な要因を除去した基調的な財政収支)に関し、現在のイタリア政府は今後 3 年間で▲1.7%で横ばいを想定しているが、欧州委員会は 2019 年に▲3.0%、2020 年に▲3.5%へと拡大を見込んでいる。

常に「間を取る」ことが妙案になると考えがちな EU の悪習を踏まえれば、財政赤字目標を両者の現在の主張の間に落とすことで合意に持ち込む展開が最も可能性が高そうであり、実際、金融市場も「どうせ今回もそうなる」と踏んでいると思われる。知られている通り、イタリアが EU の定める期限内に必要な修正措置を執行しなかった場合、名目 GDP 比 0.2%相当の制裁金が課された上で、EU の構造投資基金(域内の格差是正を目的とする基金)が一時凍結されるというペナルティが用意されている。これを回避するために妥協が組まれるというのがメインシナリオだ。だが、制裁は制

¹ 本欄 2018 年 11 月 6 日号『露わになるユーロ圏の経済減速～注目される ECB の挙動～』をご参照下さい。

裁として受けた上でイタリア政府が欧州委員会の勧告を無視して意のままに予算編成を行うことは技術的に不可能ではない(そうした財政政策に係る強制力の欠如こそがユーロの本質的な欠陥なのだから)。その際は行政府としての欧州委員会の機能に疑義が生じる話にもなるため、ユーロは大きく売られる恐れがある。現状、イタリア問題で心配すべき最も大きなリスクはそうした強行突破の展開だが、今のところ金融市場ではそうしたシナリオに賭ける動きは殆ど見られていない。

～ドル高の結果ではあるが、ユーロ側にも売られる要因が満載～

そのほか残る2つの不安(④と⑤)についても蓋然性の高いシナリオを提示することすら難しいが、「何となく不安」という市場参加者は多いだろう。④に関してはメルケル独首相がキリスト教民主同盟(CDU)党首を辞任するとの一報が流れた際、ユーロ相場は売りで反応したことが思い返されるが、中長期的に見た「メルケルなき EU」の青写真はその善悪を含めて予想形成が進んでいない。むしろ、メルケル政権が晩年に推し進めた無防備な移民・難民受け入れ政策が修正され、経済面では緊縮路線の修正が見込めるなどポジティブな面を指摘することも可能ではある。とはいえ、「メルケル首相の退場」は「極右政党(AfD:ドイツのための選択枝)の躍進」と表裏一体であることから、「右派ポピュリズムの台頭→EU 瓦解」という連想からユーロを手放す動きに寄与するニュースであることは確かだろう。まずは12月のCDU党首選が重要であり、ここでミニ・メルケルとも揶揄される党幹事長のアンネグレート・クランプ=カレンバウアー氏が選ばれるようなことがあれば少なくとも直ぐにメルケル首相が職を追われるようなことはないと思われる。一方、反メルケル陣営に位置するイエンス・シュパーン保健相やメルケル首相のかつてのライバルであるフリードリヒ・メルツ氏(元連邦議院内総務)が選ばれば、メルケル政権の寿命もそう長いものにはならないだろう。その場合、2019年は13年以上続いたメルケル政権が終わる年になるかもしれない。過去の本欄²でも述べたように、これはドイツのみならずEU全体にとっても1つの事件であり節目となる。いずれにせよドイツ政局がにわかに流動化していることも今後のユーロの上値を押える要因になるだろう。

ちなみに中間選挙を経て議会が「ねじれ」構成になったという事実(⑤の不安)はトランプ大統領の保護主義姿勢にとってブレーキになりそうにない。10月に公表された米為替政策報告書ではとりわけドイツに対して辛らつな表現が並んだことも記憶に新しい³。結局、当面のユーロ圏は足腰がふらついている実体経済の下で、内外の政治リスクを1つ1つクリアしていかなばならないという状況にある。冒頭述べたように、ドル相場が強いことの裏返しとしてのユーロ安という側面は当然あるが、そもそもユーロ側にも売られる要因が満載であるという事実は強調しておきたい。

² 本欄 2018 年 10 月 30 日号『「メルケルなき EU」の幕開け～理想主義の後始末へ～』をご参照下さい。

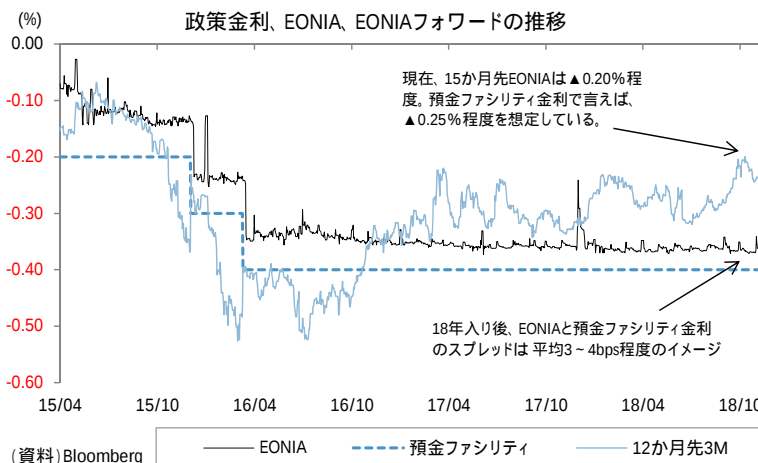
³ 本欄 2018 年 10 月 18 日号『為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～』をご参照下さい。

～6 つ目の不安は ECB～

以上のような 5 つの不安に続き、6 つ目の不安があるとすれば、以上のような不安定な状況にも拘らず「ECB が正常化路線に固執すること」だろう。12 月 13 日の政策理事会では再投資方針の行く末に議論が及ぶことになっているが、果たしてこのような現状でどこまで踏み込んだ正常化が可能（または適切）なのだろうか。10 月の政策理事会では「(不穏な) 空気を読めていない ECB」に対して疑義

を呈するような記者質問が目立ったが、筆者も同様の感想を抱いた。真つさに考えれば、現在織り込まれている来年における 1～1.5 回の利上げというのはかなり厳しい情勢になっていると思われるが(図)、強気の情報発信が奏功しているせいなのか、「2019 年に利上げ着手」という前提でユーロ相場を見ている市場参加者が多いように見受けられる。

現状の『中期為替相場見通し』では高過ぎるドルの調整により、来年にかけては「敵失のユーロ高」が生じる可能性があると思込んでいるものの、足許のドル高基調が維持された状態で ECB へのそうした利上げ期待が剥落するようなことがあれば、ユーロ/ドル相場が 1.10～1.15 を主戦場とし 1.10 割れを臨むような展開も否定するものではないと考えられる。



国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～鑑察せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「クレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける險路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～APPIはタカ派、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～